

USA's statsgæld sender bølger gennem markederne

Konsekvenser for renter, dollaren og aktier

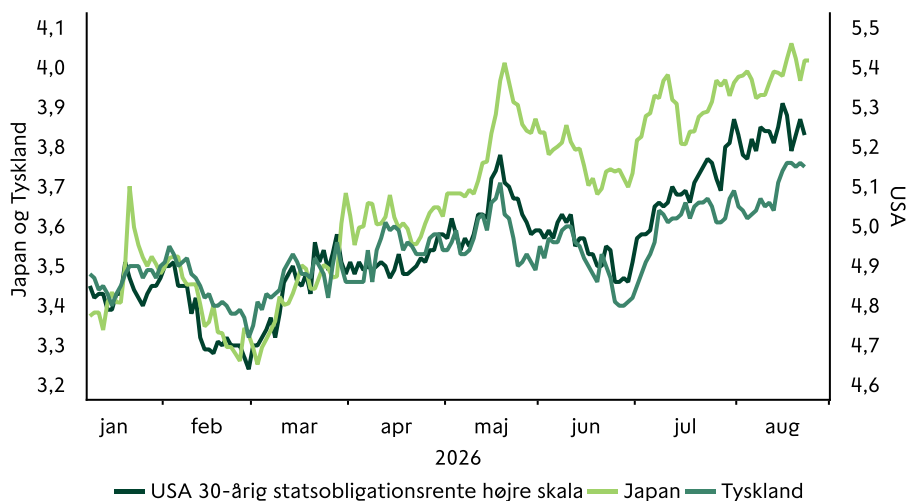
De lange renter i USA, Europa og Japan er steget til de højeste niveauer i mindst 15 år, efter der er kommet fornyet fokus på USA's statsgæld og budgetunderskud i de seneste uger. Specielt er den amerikanske finansminister bekymret for rentestigningerne og forsøger at kontrollere de lange obligationsrenter. I denne analyse ser vi på udviklingen i statsfinanserne og mulige konsekvenser for de finansielle markeder, herunder renter i USA og Europa samt dollaren og aktiemarkedene.

- Fornyet fokus på USA's statsgæld og budgetunderskud
- Statsgældssituation bidrager til løft i de lange renter
- Stor appetit på amerikanske værdipapirer støtter dollaren
- Ikke alle rentestigninger er lige negative for aktier

Fornyet fokus på USA's statsgæld og budgetunderskud

De lange renter i USA, Europa og Japan er steget til de højeste niveauer i mindst 15 år, efter der er kommet fornyet fokus på USA's statsgæld og budgetunderskud i de seneste uger. Specielt er den amerikanske finansminister bekymret for rentestigningerne og forsøger at kontrollere de lange obligationsrenter via flere tiltag, som indtil videre har haft begrænset effekt.

Figur 1: De 30-årige renter er steget siden krigen i Mellemøsten startede



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Chief Analyst, Vice President,
Kim Fæster
+45 89 89 71 67
kf@jyskebank.dk

Interest Rate Strategist, Vice President,
Morten Hassing Povlsen
+45 89 89 71 08
mhp@jyskebank.dk

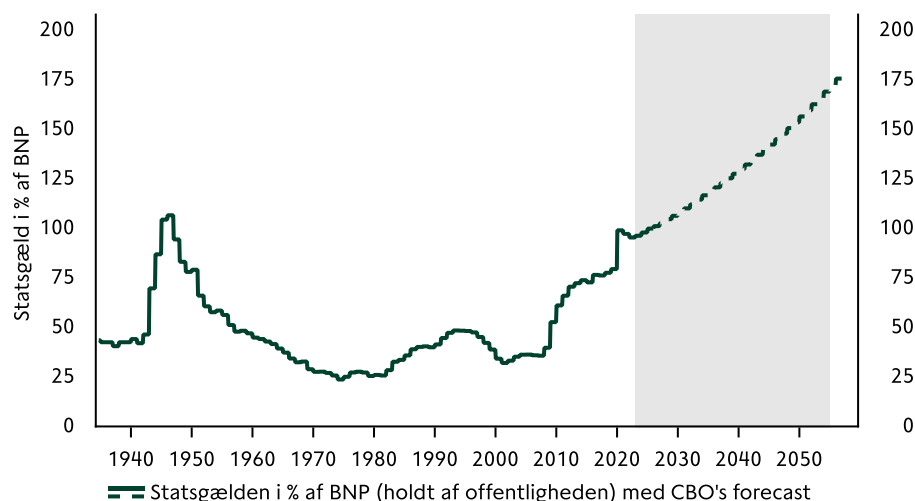
Chief Analyst, Vice President,
Rasmus Gudum-Sessingø
+45 46 79 16 19
rasmus.gudum@jyskebank.dk

Energi- og valutaanalytiker, Vice President,
Jan Bylov
+45 89 89 71 68
jan.bylov@jyskebank.dk

Chefstrateg, Senior Vice President
Ib Fredslund Madsen
+45 89 89 71 73
ib-madsen@jyskebank.dk

Vigtig Investorinformation:
Se materialets sidste sider.

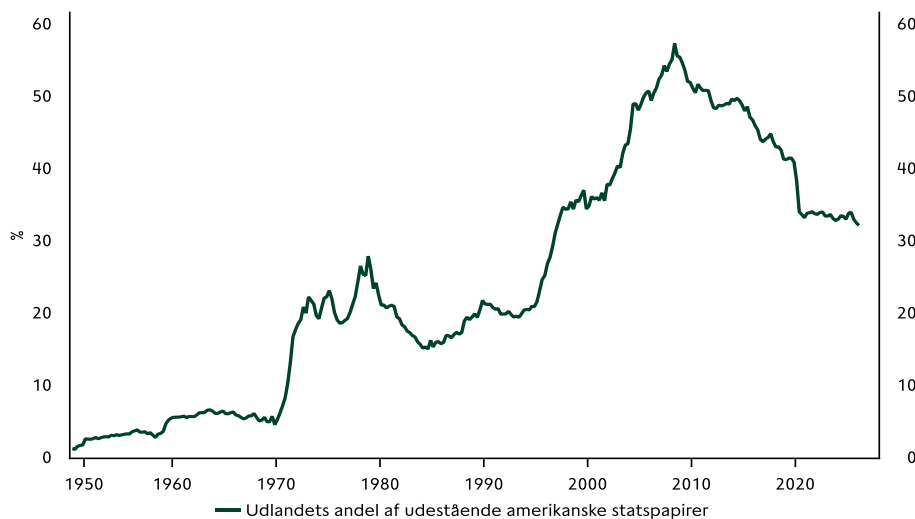
Rentestigningerne har endnu engang sat spot på den amerikanske stats budgetunderskud og statsgæld, hvor udviklingen længe har været uholdbar. Budgetunderskuddet er næsten 6 % af BNP, og statsgælden er steget til tæt på 100 % af BNP. Den var før finanskrisen i 2007 blot 35 %. Den stigende statsgæld belaster også renteudgifterne, der nu overgår udgifterne til militæret.

Figur 2: USA's statsgæld i % af BNP er steget kraftigt og vil stige yderligere

Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Det er vigtigt at notere sig, at den uholdbare gældsudvikling i USA ikke er ny, da statsfinanserne har udviklet sig uholdbart i mindst 10 år, hvor kongressen og de to præsidenter simpelthen har brugt for mange penge. Faktisk burde budgetunderskuddet højst være omkring 1 % af BNP, når man tager hensyn til den lave arbejdsløshed og det fornuftige opsving. Den betændte politiske situation i USA giver dog ikke de store forhåbninger om store skatteforhøjelser eller statslige besparelser på denne side af det næste præsidentvalg i 2028. Og selv derefter er der ikke udsigt til politisk opbakning til en genopretning af statsfinanserne.

Vi vurderer nærmere, at det er rentemarkederne, der skal tvinge politikerne til at rette op på statsfinanserne. Det kan ske ved, at obligationsinvestorerne forlanger højere renter i USA, og det kan udløse en statsgældskrise. Et større salgspres af amerikanske statsobligationer er dog ganske usikkert, da bl.a. udenlandske investorer fortsat har en relativt stor og forholdsvis stabil andel af amerikanske statsobligationer, dog med forskelle i andele mellem de største investorer som UK, Japan og Kina. I nødstilfælde kan Fed også igen købe obligationer (QE).

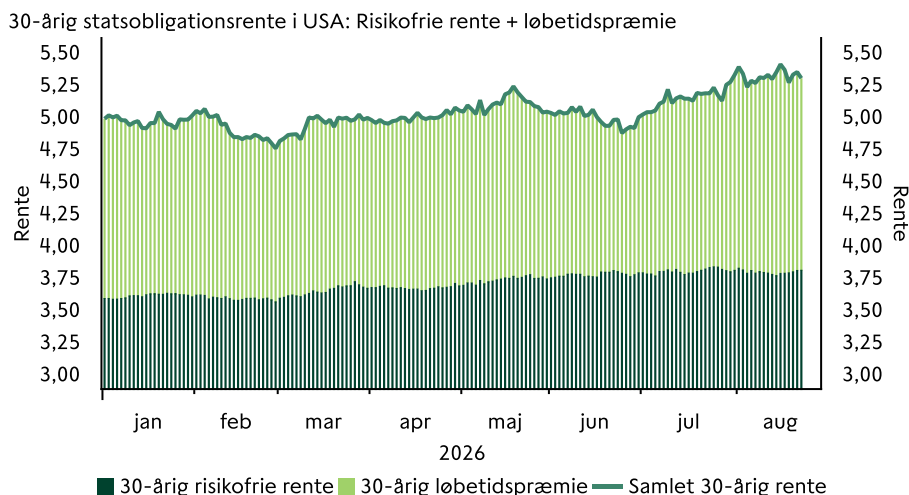
Figur 3: Udenlandske investorer ejer en relativt stor andel af amerikanske statspapirer (obligationer og skatkammerbeviser)

Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Statsgældssituation bidrager til løft i de lange renter

Den anspændte situation om gældsproblematikken i USA har igen presset især de lange renter højere i USA og Europa, da de helt lange renter typisk er ekstra følsomme over for forhøjet usikkerhed: Den 30-årige statsrente i USA steg for nyligt til over 5,30%, hvilket er det højeste niveau siden 2007, mens de ultralange renter i Europa – herunder Danmark – er steget til de højeste niveauer i mindst 15 år.

Figur 4: 30-årig statsrente i USA er i høj grad steget pga. højere løbetidspræmie



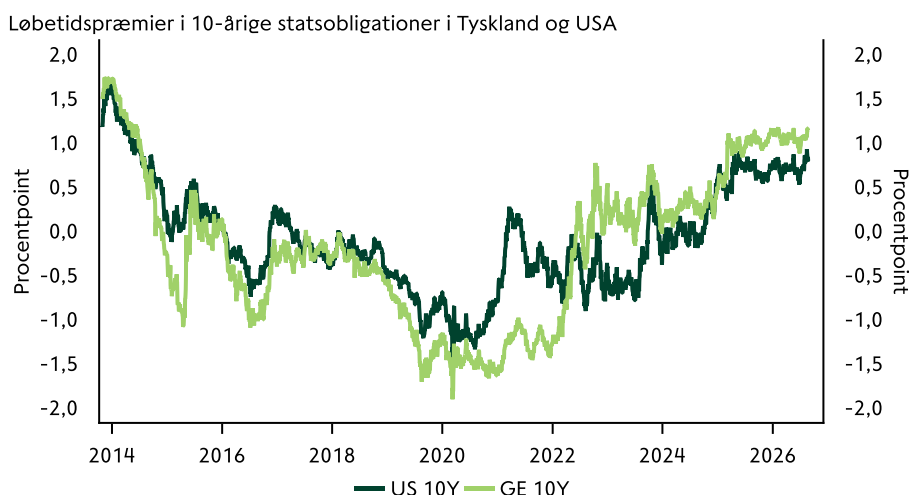
Flere faktorer har været med til at presse de lange renter højere hen over sommeren: Forventninger om højere inflation, højere centralbankrenter og især højere løbetidspræmier på lange statsobligationer. Amerikansk økonomi fremstod fortsat rimelig robust i første del af sommeren. Desuden er olieprisen steget igen over sommeren ifm. manglende udsigter til en forhandlingsløsning med Iran, og senest har øget fokus på statsgældsproblematikken presset løbetidspræmierne højere. I USA er der ikke udsigt til, at behovet for øget udbud af statsobligationer aftager i overskuelig fremtid. Desuden øger private virksomheder med de store tech-virksomheder (især hyperscalers) i spidsen gældsfinansieringen kraftigt, hvilket er med til at øge det samlede udbud af amerikanske obligationer og samlet risiko til markederne.

Til dette kan vi lægge stigende usikkerhed om Fed og finansministeriets rolle i at styre de lange renter. Den mere begrænsede kommunikation fra den Warsh-lejede Fed har forhøjet usikkerheden på markederne, om centralbanken er villig til at bekæmpe inflationen ved at hæve renterne. Den seneste koordinerede JPY-intervention samt finansministeriets fordobling af tilbagekøb af lange statsobligationer har understreget udfordringerne i USA, men har også vist en vilje til at bremse rentepresset på lange renter. Administrationen i USA er tydeligvis skræmt af rentestigningerne i den lange ende og vil formentlig igen forsøge at presse renterne lavere. Hvis mistilliden til de amerikanske statsobligationer ikke forbedres, kan Fed måske blive nødt til at gribe ind. Situationen skal dog forværes, før Fed kan forventes at gribe ind. En smertegrænse på 5% for en 10-årig statsrente bliver af mange iagttagere set som en "rød linje" for finansminister Bessent, men indgreb fra finansministeriet vil kun mildne symptomerne på gældsudfordringerne og ikke behandle selve problemet med den høje statsgæld.

Vi forventer dog ikke, at presset på løbetidspræmierne fortsætter i samme omfang på kort sigt, da løbetidspræmierne allerede er blevet mere normaliseret mindst til niveauerne før covid-pandemien. Desuden kan rentestigningerne også være et udtryk for, at udsvingene på rentemarkederne er steget som følge af til-lidsproblemer til de økonomiske institutioner samt lidt tynd sommerlikviditet. Vi vurderer dog, at de højere løbetidspræmier er berettigede og vil medvirke til at holde de lange renter omkring de nuværende niveauer.

Bemærk også, at løbetidspræmier i Europa og USA er tættere korreleret i den lange ende end i den korte ende af rentekurverne, som mere er præget af markedsforventninger til ECB og Fed. Specielt stiger korrelationer i den lange ende af rentekurverne, når der er fokus på gældsproblematik. Dette har bl.a. været tilfældet, da Liz Truss kortvarigt var premierminister i UK i efteråret 2022 og med gældsudfordringerne i Frankrig, som stadig er aktuelle. Desuden er Tysklands statsudstedelser øget i takt med stigende finansiering af forsvars- og infrastrukturudgifter. Vi forventer derfor, at korrelationen vil være intakt fra gældsproblematikken i USA til de længere danske renter via ændringer i løbetidspræmier.

Figur 5: Løbetidspræmier i 10-årige statsrenter er højest siden 2014



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Risikoen for endnu højere løbetidspræmier er, hvis statsgælden i USA forbliver uholdbar, og kreditvurderingsselskaberne igen nedjusterer USA's kreditvurdering, som senest blev nedsat af Moody's i 2025 og før det i 2023 af Fitch. I forbindelse med disse kreditnedjusteringer er USD-aktiver kommet under salgspres, og løbetidspræmierne i de lange amerikanske statsobligationer er steget 50-100 bp på få uger. Muligheden for lavere risikopræmier er, hvis økonomierne bliver svækket, så Fed bliver priset mere dueagtigt eller aktiemarkederne kommer under et mere alvorligt salgspres.

Stor appetit på amerikanske værdipapirer støtter dollaren

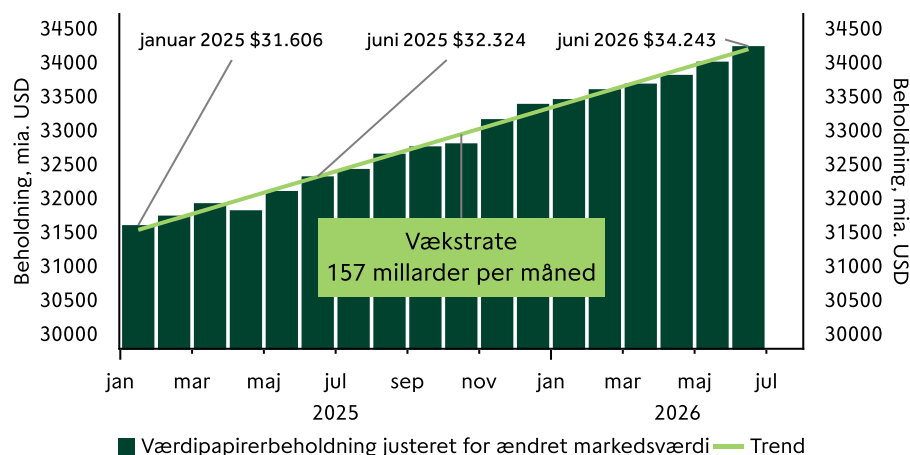
US dollaren fik et ekstra skub nedad med finansminister Bessents udmelding i sidste uge om større opkøb i lange amerikanske statsobligationer. Men dollaren er ufortrødent fanget i det kursinterval, som har dannet rammerne for dollaren siden sommeren 2025 (DKK 6,20 – 6,60). Vi venter, at en lidt svagere dollar resten af året mod DKK 6,23 (EUR 1,20) bliver fulgt af et comeback 1. halvår 2027 mod DKK 6,44 (EUR 1,16). Et comeback i 2027, som bliver drevet af den underliggende

efterspørgsel af amerikanske værdipapirer og derigennem dollaren. Læs også ["Renteudsigtsvækker US dollar i år"](#)

På længere sigt kæmper efterspørgslen efter både DKK og EUR ufortrødent mod både et højere renteaflast på USD og en højere egenkapitalforrentning i amerikanske børsnoterede selskaber, samt den realitet, at verdens investorer løbende sender mere og mere kapital til verdens største, bredeste og mest likvide kapitalmarked i USA. Der er intet faktisk tegn på, at den kontroversielle Trump-regeringen skræmmer den øvrige verden væk fra USA's virksomheder, værdipapirer og fra at benytte dollaren som verdens vigtigste betalingsmiddel.

Figur 6: Ingen ændring i udlandets appetit på amerikanske værdipapirer

Beholdningen af amerikanske værdipapirer ejt af udlandet (\$)



Kilde: Macrobond, U.S. Department of Treasury & Jyske Bank

Ikke alle rentestigninger er lige negative for aktier

Den seneste stigning i de lange amerikanske renter ser i højere grad ud til at være drevet af et højere løbetidspræmie end af forventninger til højere Fed-rente. For aktiemarkedet er det en vigtig forskel. Når løbetidspræmien stiger, øges diskonteringsrenten, hvilket lægger pres på værdiansættelserne særligt i de mest rentefølsomme vækstsegmenter.

Omvendt signalerer en stigende løbetidspræmie ikke nødvendigvis svagere vækst eller en meget mere høgeagtig centralbank. Derfor er konsekvenserne for virksomhedernes indtjening typisk mindre alvorlige end ved en stigning i den risikoneutrale rente.

Historisk har sådanne perioder ofte medført sektorrotationer snarere end brede aktiemarkedsfald, hvor vækstaktier underperformer, mens finansaktier og andre sektorer med fordel af højere lange renter klarer sig relativt bedre. For investorer betyder det, at fokus i højere grad bør være på udviklingen i værdiansættelser og sektorlederskab end på risikoen for et markant tilbageslag i den økonomiske aktivitet.

Figur 7: Højere løbetidspræmie har historisk lagt pres på P/E-multipler (værdiansættelsen)



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Ændringer i løbetidspræmien har traditionelt haft tættere sammenhæng med udviklingen i aktiemarkedets værdiansættelse end med det samlede aktieafkast. Højere løbetidspræmie og dermed højere diskonteringsrente vil typisk lægge pres på forward P/E-multiplerne. Effekten kan dog modvirkes af stærkere vækst- og indtjeningsforventninger, hvilket forklarer, hvorfor stigende løbetidspræmie ikke nødvendigvis fører til faldende aktiekurser. Historisk har det derfor især været værdiansættelserne snarere end indtjeningen, der har reageret på ændringer i løbetidspræmien.

Vigtig Investorinformation

Jyske Bank A/S (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for disse informationer rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personligt brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres. Hvis ikke andet er anført er kilden Jyske Bank.

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analysen og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analysen udarbejdes i overensstemmelse med de juridiske krav om objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger og kravene om investeringsanalysens uafhængighed.

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Kvantitative anbefalinger på enkeltelskaber baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlede Quant score.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

Modeller

Budskaberne og resultaterne i denne analyse er baseret på standardmetoder og standardmodeller indenfor makroøkonomi og økonometri.

For uddybning af vores anvendte modeller klik [her](#).

Opdatering af analysen

Analysen, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkeltfondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

Læs meget mere om risici ved investering og fordelene ved risikospredning [her](#).

Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, marked-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores vurdering.

Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, medmindre andet er anført.

Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

Flere informationer

I analysen og anbefalinger kan der blive henviset til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på [jyskebank.dk/investorinformation](https://www.jyskebank.dk/investorinformation).